

新业务价值承压，非车险保费高增

中国太保 (601601.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **事件** 公司发布了 2020 年年度报告。
- **受 2019 年同期税收返还高基数影响，净利润有所下滑** 2020 年，公司实现营收 4221.82 亿元，同比增长 9.5%；归母净利润 245.84 亿元，同比减少 11.4%；归母营运利润 311.4 亿元，同比增长 11.7%；基本 EPS 2.63 元，同比下降 14.1%。公司净利下滑与 2019 年同期保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策利好导致业绩高基数有关。公司内含价值持续提升，截至 2020 年末，公司内含价值达到 4593.20 亿元，较上年末增长 16%。内含价值增长主要来自内含价值预期回报、新业务价值影响以及投资收益差异贡献。
- **受新单保费负增长和新业务价值率下滑影响，公司 NBV 表现承压** 受新冠疫情影响，公司传统的代理人线下展业、增员和基础管理模式受阻，新保业务出现负增长，新业务价值增长承压。2020 年，公司寿险实现保险业务收入 2119.52 亿元，同比下降 0.3%；个险代理人渠道新单保费 290.35 亿元，同比减少 26.7%，占比 13.7%，下降 4.93 个百分点；受个人业务新保占比下降影响，新业务价值率 38.9%，同比下降 4.4 个百分点；实现新业务价值 178.41 亿元，同比下降 27.5%。公司产品结构持续优化，助力个险新业务价值率保持高位。2020 年，公司传统型保险业务收入 958.64 亿元，同比增长 14.5%，占太保寿险总保费比重 45.23%，同比提升 5.85 个百分点；其中，长期健康险保费收入为 461.06 亿元，同比增长 5%，占太保寿险总保费比重 21.75%，同比提升 1.1 个百分点；公司个人客户业务新业务价值率 54.9%。受疫情影响，代理人队伍量质承压。2020 年，代理人队伍月均人力 74.9 万人，较 2019 年末下降 5.2%；月均举绩率 57.8%，同比下降 1.0pt；月人均首年保险业务收入 3259 元，同比下降 22.6%。未来随着公司全面推进长航计划，激发组织活力，激活人才队伍，多措并举推动营销员队伍升级，新业务价值稳定增长可期。
- **产险承保端维持盈利，非车险保费增速靓丽** 公司产险保费收入实现较快增长，综合成本率有所上升，承保端维持盈利。2020 年，太保产险实现业务收入 1477.34 亿元，同比增长 11.1%；其中，机动车辆险和非机动车辆险分别实现业务收入 956.70 亿元和 520.64 亿元，同比分别增长 2.6%和 30.9%。受非车险综合成本率上升影响，公司综合成本率上行。2020 年公司产险综合成本率 99%，同比上升 0.7 个百分点。其中，车险业务综合成本率为 97.9%，同比持平；非车险业务综合成本率 101.9%，同比上升 2 个百分点。公司非车险占比提升，新兴领域保持快速增长。公司非车险收入占比同比上升 5.34 个百分点至 35.24%。
- **总投资收益率上升，信用风险整体可控** 截至 2020 年末，公司投资资产规模达 16480.07 亿元，较上年末增长 16.1%。2020 年，公司实现净投资收益 671.59 亿元，同比增长 9.6%，净投资收益率 4.7%，同比下降 0.2 个百分点；总投资收益 839.97 亿元，同比增长 25.4%，

分析师

武平平

☎: 010-80927619

✉: wupingping@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516020001

总投资收益率 5.9%，提升 0.5 个百分点；净值增长率 7.5%，同比提升 0.2 个百分点。资产配置层面，公司在战略资产配置的引领下灵活进行战术资产配置，在预期未来市场利率中枢下行的背景下，积极配置长久期国债和地方政府债，延展资产久期。同时，强化信用风险管控，积极应对和防范信用风险。截至 2020 年末，公司债券投资占投资资产比重 39.3%，较上年末减少 3.3 个百分点；权益类投资占投资资产比重 18.8%，较上年末上升 3.1 个百分点；非公开市场融资工具占投资资产的 21.6%，较上年末上升 0.7 个百分点。公司信用风险整体可控。在企业债及非政策性银行金融债中外部评级 AA/A-1 级及以上占比达 99.8%，AAA 级占比达 93.1%。非公开市场融资工具外部信用评级 AA+级及以上占比达 99.9%，AAA 级占比达 94.9%。

- **投资建议** 公司寿险业务全力打造“长航”新引擎，深化“产品+服务”模式，聚焦代理人队伍质态提升，推动价值稳定增长。产险强化客户经营能力建设，承保端持续盈利。公司治理水平不断提升，新管理层到任，为公司创新与改革注入动力。我们看好公司未来发展前景，维持“推荐”评级，预测 2021/2022 年每股内含价值为 54.67/62.87 元，对应 2021/2022 年 PEV 为 0.7X/0.6X。
- **风险提示** 保费收入增长不及预期的风险。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

武平平，金融行业分析师，中国人民大学经济学博士。2015年加入中国银河证券研究院，从事行业研究工作，证券从业5年。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤磊 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn